

2025年04月26日

# 受益化药业务增长及成本优化，业绩稳健提升

## 金河生物(002688)

评级:	买入	股票代码:	002688
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	8.69/3.4
目标价格:		总市值(亿)	49.62
最新收盘价:	6.43	自由流通市值(亿)	47.91
		自由流通股数(百万)	745.06

### 事件概述

公司发布2024年年度报告，报告期内，公司实现营业收入23.71亿元，同比上升9.04%；实现归母净利润1.00亿元，同比上升15.90%；2025Q1，公司实现营业收入6.25亿元，同比+20.35%，实现归母净利润0.51亿元，同比+13.23%。

### 分析判断:

#### ► 化药板块量价齐升，成本优化驱动盈利修复

2024年，公司兽用化药板块表现亮眼，实现营业收入12.34亿元，同比增长21.47%，占总营收比重提升至52.06%。业绩增长主要得益于：1)量价齐升：金霉素使用范围扩大，市场容量提升带动销量大幅增加；海外市场需求强劲，尤其美国市场牛用金霉素及饮水剂产品销售增长突出，子公司法玛威化药业务营收同比增长33.77%。2)成本优化：主要原材料玉米价格同比下降16.31%，叠加节能降耗和工艺改进，产品生产成本持续回落。报告期内，兽用化药板块毛利率达到40.17%，同比提升7.40个百分点。公司六期工程项目已于报告期内投产并取得GMP证书，新增产能6万吨（折合15%含量金霉素预混剂），用于金霉素、土霉素及其他兽用化药产品的生产，新工厂的智能化将有效降低生产成本。此外，公司金霉素预混剂获批增加靶动物绵羊羔羊，反刍市场有望带来显著增量。公司与上海交通大学签署战略合作协议，布局合成生物学应用，有望提升核心竞争力。

#### ► 疫苗板块稳步推进，新品研发与市场拓展并行

2024年，兽用生物制品（疫苗）实现营业收入3.44亿元，同比增长2.58%，占总营收比重为14.50%。尽管国内市场竞争激烈，但公司疫苗业务仍保持增长，主要得益于：1)核心产品稳健：蓝耳灭活疫苗佑蓝宝®市占率保持领先，美国子公司法玛威生产的喘泰克系列疫苗在国内市场认可度不断提升，销售额实现增长，法玛威疫苗业务收入同比增长22.04%。2)新品推广与研发：布病疫苗佑布泰®市场推广反馈良好，尤其安全性得到验证，已获得广大客户普遍认可，有望逐步放量。公司持续加大研发投入，猪伪狂犬病灭活疫苗取得新兽药注册证书，牛结节性皮肤病灭活疫苗通过应急评价，猪乙脑灭活疫苗等多个产品处于研发或申报阶段。公司战略布局非瘟疫苗，合作研发的灭活疫苗处于农业农村部审批中，吉林生产线通过GMP验收。3)宠物布局加速：成立宠物事业部，在售8款保健品和1款狂犬疫苗，11款产品正在申报，猫四联疫苗正在进行实验室研究。报告期内，疫苗板块毛利率为53.66%，同比下降9.04个百分点，主要受市场竞争加剧、客户降本以及对子公司计提3976.51万元商誉减值准备等因素影响。

### 投资建议

公司作为金霉素行业龙头，受益于国内外市场需求增长、成本优化及价格提升，化药板块盈利能力显著修复。六期工程投产进一步巩固规模和成本优势，反刍市场拓展打开新的增长空间。疫苗板块虽短期承压，但核心产品稳健，布病苗有望放量，研发管线丰富，宠物和非瘟布局提供长期看点。环保业务贡献稳定利润。我们看好公司化药与疫苗双轮驱动战略的推进，以及合成生物学等前瞻布局带来的长期竞争力。我们下调公司2025-2026年营业收入36.99/44.39亿元至28.35/30.30亿元，新增预测2027年营收为32.74亿元，上调公司2025-2026年归母净利润1.86/2.45亿元至1.97/3.26亿元，新增预测2027年归母净利润为4.23亿元，上调公司2025-2026年EPS0.24/0.31元至0.26/0.42元，新增预测公司2027年EPS为0.55元，2025年4月25日股价6.43

元/股对应公司 2025-2027 年 PE 分别为 25/15/12X，维持“买入”评级。

### 风险提示

原材料价格上涨的风险，汇率异常波动的风险，新产品市场开发不达预期的风险，政策扰动风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,174	2,371	2,835	3,030	3,274
YoY (%)	2.4%	9.0%	19.6%	6.9%	8.1%
归母净利润(百万元)	86	100	197	326	423
YoY (%)	14.3%	15.9%	96.6%	65.6%	29.7%
毛利率 (%)	29.6%	33.5%	31.9%	36.4%	39.1%
每股收益 (元)	0.11	0.13	0.26	0.42	0.55
ROE	3.8%	4.5%	8.0%	11.8%	13.2%
市盈率	58.03	49.69	25.19	15.21	11.73

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话：0755-23947349

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,371	2,835	3,030	3,274	净利润	84	243	395	518
YoY (%)	9.0%	19.6%	6.9%	8.1%	折旧和摊销	199	227	231	238
营业成本	1,576	1,929	1,927	1,995	营运资金变动	44	-347	-58	-79
营业税金及附加	18	21	23	25	经营活动现金流	498	133	583	686
销售费用	138	213	227	196	资本开支	-357	-465	-489	-452
管理费用	286	337	355	384	投资	-17	0	0	0
财务费用	67	5	6	7	投资活动现金流	-371	-488	-492	-451
研发费用	94	102	108	117	股权募资	0	5	0	0
资产减值损失	-82	0	-1	0	债务募资	-8	478	362	357
投资收益	-1	-4	-4	0	筹资活动现金流	-40	476	354	347
营业利润	99	258	421	549	现金净流量	91	121	445	582
营业外收支	-1	-1	-1	1					
利润总额	98	257	420	550	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	13	14	25	32	<b>成长能力</b>				
净利润	84	243	395	518	营业收入增长率	9.0%	19.6%	6.9%	8.1%
归属于母公司净利润	100	197	326	423	净利润增长率	15.9%	96.6%	65.6%	29.7%
YoY (%)	15.9%	96.6%	65.6%	29.7%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.13	0.26	0.42	0.55	毛利率	33.5%	31.9%	36.4%	39.1%
					净利率	4.2%	6.9%	10.8%	12.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	1.8%	3.1%	4.6%	5.3%
货币资金	636	757	1,202	1,784	净资产收益率 ROE	4.5%	8.0%	11.8%	13.2%
预付款项	18	19	19	20	<b>偿债能力</b>				
存货	635	846	843	873	流动比率	1.09	1.07	1.11	1.20
其他流动资产	732	877	943	1,006	速动比率	<b>0.70</b>	<b>0.68</b>	<b>0.77</b>	<b>0.89</b>
流动资产合计	2,021	2,500	3,007	3,682	现金比率	0.34	0.32	0.45	0.58
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	55.8%	56.8%	55.9%	54.3%
固定资产	2,047	1,969	1,897	1,807	<b>经营效率</b>				
无形资产	640	652	666	679	总资产周转率	0.43	0.47	0.45	0.43
非流动资产合计	3,630	3,865	4,121	4,335	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	5,651	6,365	7,128	8,017	每股收益	0.13	0.26	0.42	0.55
短期借款	1,032	1,403	1,766	2,122	每股净资产	2.91	3.17	3.60	4.15
应付账款及票据	314	313	310	320	每股经营现金流	0.65	0.17	0.76	0.89
其他流动负债	515	615	624	628	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,861	2,332	2,699	3,070	<b>估值分析</b>				
长期借款	966	966	966	966	PE	49.69	25.19	15.21	11.73
其他长期负债	324	319	319	319	PB	1.54	2.03	1.79	1.55
非流动负债合计	1,290	1,284	1,284	1,284					
负债合计	3,151	3,616	3,984	4,355					
股本	772	772	772	772					
少数股东权益	253	299	368	463					
股东权益合计	2,500	2,749	3,144	3,662					
负债和股东权益合计	5,651	6,365	7,128	8,017					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。